

U S T A W A

z dnia2026 r.

o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw w związku z emisją akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu¹⁾²⁾

Art. 1. W ustawie z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2024 r. poz. 18 i 96) wprowadza się następujące zmiany:

1) w odnośniku nr 1 do tytułu ustawy w pkt 8 kropkę zastępuje się średnikiem i dodaje się pkt 9 w brzmieniu:

„9) dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz. Urz. UE L).”;

2) w § 4 art. 174 skreśla się zdanie pierwsze.

3) w art. 351 w § 2 uchyla się zdanie drugie;

4) art. 352 otrzymuje brzmienie:

„Art. 352. Jednej akcji nie można przyznać więcej niż dziesięć głosów (akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu).”;

5) w art. 354 uchyla się § 3;

6) w art. 400 § 4 otrzymuje brzmienie:

„§ 4. Zgromadzenie, o którym mowa w § 1, podejmuje uchwałę rozstrzygającą, czy koszty zwołania i odbycia zgromadzenia ma ponieść spółka. W głosowaniu nad uchwałą każda akcja ma jeden głos bez przywilejów lub ograniczeń. Akcjonariusze, na żądanie których zostało zwołane zgromadzenie, mogą zwrócić się do sądu rejestrowego o zwolnienie z obowiązku pokrycia kosztów nałożonych uchwałą zgromadzenia.”;

7) w art. 415 po § 4 dodaje się § 4¹ w brzmieniu:

¹⁾ Niniejsza ustawa w zakresie swojej regulacji wdraża dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz. Urz. UE L 2024/2810 z 14.11.2024).

²⁾ Niniejszą ustawą zmienia się ustawy: ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawę z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi.

„§ 4¹. W spółce publicznej powzięcie uchwały o zmianie statutu polegającej na emisji akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu wymaga obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej połowę kapitału zakładowego.”;

8) w art. 415 § 5 otrzymuje brzmienie:

„§ 5. Statut może ustanowić surowsze warunki powzięcia uchwał, o których mowa w § 1–4¹.”.

Art. 2. W ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2025 r. poz. 592) wprowadza się następujące zmiany:

1) po art. 59 dodaje się art. 59a w brzmieniu:

„Art. 59a. 1. Emitent będący spółką, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, który ubiega się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu akcji, odpowiednio w prospekcie, prospekcie UE na rzecz emisji dla rozwoju, o którym mowa w art. 15a rozporządzenia 2017/1129, memorandum informacyjnym, dokumencie informacyjnym wymaganym przez podmiot prowadzący alternatywny system obrotu lub w dokumencie o dopuszczeniu do obrotu, o którym mowa w art. 78 ust. 2 lit. c rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, z późn. zm.³⁾), zamieszcza informacje dotyczące:

- 1) istniejących w spółce akcji o różnych uprawnieniach, w tym akcji, w odniesieniu do których spółka nie ubiega się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu, oraz, w odniesieniu do każdego rodzaju akcji:
 - a) praw i obowiązków związanych z akcjami danego rodzaju,
 - b) procentowego udziału akcji danego rodzaju w kapitale zakładowym lub w ogólnej liczbie akcji, oraz

³⁾ Zmiany wymienionego rozporządzenia zostały ogłoszone w Dz.Urz. UE L 246 z 26.09.2017, str. 12, Dz.Urz. UE L 329 z 13.12.2017, str. 4, Dz.Urz. UE L 113 z 29.04.2019, str. 18, Dz.Urz. UE L 165 z 21.06.2019, str. 1, Dz.Urz. UE L 190 z 16.07.2019, str. 18, Dz.Urz. UE L 106 z 26.03.2021, str. 30, Dz.Urz. UE L 277 z 02.08.2021, str. 1 oraz Dz.Urz. UE L 277 z 02.08.2021, str. 6.

- c) całkowitej liczby głosów z akcji danego rodzaju;
- 2) ograniczeń dotyczących przenoszenia akcji, w tym znanych spółce umów między akcjonariuszami, które mogłyby skutkować takimi ograniczeniami;
- 3) ograniczeń wykonywania prawa głosu z akcji, w tym znanych spółce umów pomiędzy akcjonariuszami, które mogłyby skutkować takimi ograniczeniami;
- 4) tożsamości akcjonariuszy spółki posiadających akcje uprzywilejowane w zakresie głosu, uprawniające do wykonywania ponad 5% ogólnej liczby głosów oraz osób fizycznych lub prawnych upoważnionych do wykonywania prawa głosu w imieniu takich akcjonariuszy, jeżeli tożsamość ta jest spółce znana, przy czym w przypadku gdy akcjonariusze lub osoby upoważnione do wykonywania prawa głosu w ich imieniu są osobami fizycznymi, zamieszcza się jedynie ich imiona i nazwiska.

2. Emitent będący spółką, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, którego akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, w rocznej informacji okresowej albo w rocznym sprawozdaniu finansowym, o którym mowa w art. 78 ust. 2 lit. g rozporządzenia 2017/565 – w przypadku gdy akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku ASO MŚP, o którym mowa w art. 3 pkt 46b ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, zamieszcza informacje, o których mowa w ust. 1 pkt 1-4, w przypadku ich zmiany od czasu ich publikacji w dokumentach, o których mowa w ust. 1 we wprowadzeniu do wyliczenia lub w poprzedniej rocznej informacji okresowej albo poprzednim rocznym sprawozdaniu finansowym, o którym mowa art. 78 ust. 2 lit. g rozporządzenia 2017/565.”.

2) w art. 84 ust. 4 otrzymuje następujące brzmienie:

„4. W głosowaniu nad uchwałą, o której mowa w ust. 1, każda akcja ma jeden głos bez przywilejów lub ograniczeń. Uchwała powinna określać w szczególności:

1) oznaczenie rewidenta do spraw szczególnych, na którego wnioskodawca wyraził zgodę na piśmie;

2) przedmiot i zakres badania, zgodny z treścią wniosku, chyba że wnioskodawca wyraził na piśmie zgodę na ich zmianę;

3) rodzaje dokumentów, które spółka powinna udostępnić biegłemu;

4) termin rozpoczęcia badania, nie dłuższy niż 3 miesiące od dnia podjęcia uchwały.

5. Przed podjęciem uchwały zarząd spółki publicznej przedstawia walnemu zgromadzeniu pisemną opinię dotyczącą zgłoszonego wniosku. 6. Uchwała walnego

zgromadzenia, o której mowa w ust. 1, powinna zostać podjęta na walnym zgromadzeniu, którego porządek obrad obejmuje rozpatrzenie wniosku w sprawie tej uchwały.

2) w art. 91 ust. 4 otrzymuje następujące brzmienie:

„4. Umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały, o której mowa w ust. 3, może być dokonane wyłącznie w trybie określonym w art. 400 § 1 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych. W głosowaniu nad uchwałą każda akcja ma jeden głos bez przywilejów lub ograniczeń.”

Art. 3. W ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2024 r. poz. 722, z późn. zm.⁴⁾) wprowadza się następujące zmiany:

1) w art. 28 po ust. 3 dodaje się ust. 3a w brzmieniu:

„3a. Regulamin rynku regulowanego nie może określać warunków dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu, które uniemożliwiałyby dopuszczenie do obrotu akcji ze względu na istnienie w spółce akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu.”;

2) po art. 31 dodaje się art. 31a w brzmieniu:

„31a. 1. Spółka prowadząca rynek regulowany, zapewnia wyraźną identyfikację dopuszczonych do obrotu na tym rynku akcji spółek, w których istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu. W tym celu spółka prowadząca rynek regulowany stosuje odpowiednio przepisy regulacyjnych standardów technicznych wydanych na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz. Urz. UE L 2024/2810 z 14.11.2024), zwanej dalej „dyrektywą 2024/2810”.

2. Spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, informuje spółkę prowadzącą rynek regulowany o istnieniu w spółce takich akcji. W tym celu spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, stosuje odpowiednio przepisy regulacyjnych standardów technicznych wydanych na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy 2024/2810.”;

⁴⁾ Zmiany tekstu jednolitego wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2024 r. poz. 1863 oraz z 2025 r. poz. 146, 820, 923, 1014, 1069, 1216 i 1556.

3) w art. 78 po ust. 1be dodaje się ust. 1bf–1bh w brzmieniu:

„1bf. Regulamin ASO nie może określać warunków wprowadzenia instrumentów finansowych do obrotu, które uniemożliwiałyby wprowadzenie do obrotu akcji spółki ze względu na istnienie w spółce akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu.

1bg. Firma inwestycyjna prowadząca ASO, zapewnia, zgodnie z regulacyjnymi standardami technicznymi wydanymi na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy 2024/2810, wyraźną identyfikację wprowadzonych do obrotu w tym ASO akcji spółek, w których istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu.

1bh. Spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu informuje, zgodnie z regulacyjnymi standardami technicznymi wydanymi na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy 2024/2810, firmę inwestycyjną prowadzącą ASO o istnieniu w spółce takich akcji.”.

Art. 4. 1. Spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, której akcje w dniu wejścia w życie niniejszego przepisu są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, informuje, w terminie do dnia 4 grudnia 2026 r., spółkę prowadzącą rynek regulowany o istnieniu w spółce takich akcji. W tym celu spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, stosuje odpowiednio przepisy regulacyjnych standardów technicznych wydanych na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu (Dz. Urz. UE L 2024/2810 z 14.11.2024).

2. Spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, której akcje w dniu wejścia w życie niniejszego przepisu są wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, informuje, w terminie do dnia 4 grudnia 2026 r., spółkę prowadzącą alternatywny system obrotu o istnieniu w spółce takich akcji. W tym celu spółka, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, stosuje przepisy regulacyjnych standardów technicznych wydanych na podstawie art. 5 ust. 5 dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2024/2810 z dnia 23 października 2024 r. w sprawie struktur akcji obejmujących akcje uprzywilejowane co do głosu w spółkach ubiegających się o dopuszczenie ich akcji do obrotu na wielostronnej platformie obrotu.

Art. 5. Spółką, w której istnieją akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu, której akcje w dniu wejścia w życie niniejszego przepisu są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu w rocznej informacji okresowej albo w rocznym sprawozdaniu finansowym, o którym mowa w art. 78 ust. 2 lit. g rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) 2017/565 z dnia 25 kwietnia 2016 r. uzupełniającego dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy (Dz. Urz. UE L 87 z 31.03.2017, z późn. zm.³⁾) – w przypadku gdy akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku ASO MŚP, o którym mowa w art. 3 pkt 46b ustawy zmienianej w art. 3, sporządzanych za okres sprawozdawczy rozpoczynający się po dniu wejścia w życie niniejszego przepisu, zamieszcza informacje, o których mowa w art. 59a ust. 1 pkt 1-4 ustawy zmienianej w art. 2, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą. W przypadku zmiany tych informacji przepisy art. 59a ust. 1 pkt 1-4 ustawy zmienianej w art. 2, w brzmieniu nadanym niniejszą ustawą, stosuje się odpowiednio.

Art. 6. Ustawa wchodzi w życie z dniem 5 grudnia 2026 r., z wyjątkiem art. 4, który wchodzi w życie po upływie 14 dni od dnia ogłoszenia.

Uzasadnienie

projektu implementacji dyrektywy 2024/2810 w zakresie zmian Kodeksu spółek handlowych (na tle „wyjściowego” projektu MF)

1. W dniu 19.12.2025 r. Ministerstwo Finansów przedstawiło projekt implementacji dyrektywy 2024/2810 do prawa polskiego, zakładający m.in. dokonanie zmian w art. 351 i art. 352 KSH (dalej: „Projekt MF”).
2. Projekt MF zakłada, że emisja akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu (akcji wielogłosowych) będzie mogła nastąpić zanim akcje innego rodzaju nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a więc – **zanim spółka akcyjna uzyskała status spółki publicznej** (proj. art. 352 § 3). Tym samym, wyłączona miałaby zostać możliwość emitowania akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu przez spółki publiczne. Taki wąski podmiotowy zakres implementacji odpowiada wprawdzie zakresowi podmiotowemu dyrektywy 2024/2810 (por. art. 3 ust. 1), jednak nie przemawiają za nim wystarczające argumenty merytoryczne, a w szczególności aksjologiczne i ekonomiczne.
3. Dyrektywa 2024/2810 formułuje jedynie **standard minimalny**, stanowiąc wynik trudnego kompromisu osiągniętego między państwami członkowskimi. Kompromis nie wiąże ustawodawców krajowych w tym sensie, że zachowują oni pełne prawo wprowadzania rozwiązań dalej idących, zgodnych systemowo z ugruntowaną tradycją prawa spółek istniejącą w poszczególnych państwach. W prawie polskim implementacja dyrektywy jedynie w minimalnym zakresie (tj. z wyłączeniem spółek już mających status spółki publicznej) prowadziłaby do systemowo niespójnego różnicowania spółek niepublicznych i spółek publicznych w istotnym aspekcie ładu korporacyjnego, jakim jest możliwość kształtowania struktury i uprzywilejowania akcji, co wpływa na „rozkład sił” w spółce. O niespójności tej świadczy okoliczność, spółki publiczne będą mogły wprowadzać wszelkie odstępstwa od zasady proporcjonalności (przywileje osobiste, statutowe ograniczenia głosowe, akcje uprzywilejowane co do dywidendy bądź uprzywilejowane w inny sposób) z wyjątkiem jednego instrumentu, tj. akcji wielogłosowych. Ponadto, w praktyce emisja przez spółkę publiczną akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu może być uzasadniona ze względu na interes spółki (np. emisja dla akcjonariusza, który wnosi do niej szczególnie cenne aktywo bądź uzależnia gotowość „sanacyjnego” dokapitalizowania spółki zagrożonej niewypłacalnością od objęcia akcji uprzywilejowanych co do głosu), dlatego ustawowe wyłączenie *a limine* spółek publicznych z możliwości emisji takich akcji nie jest zasadne. W rezultacie należy opowiedzieć się za szerokim zakresem podmiotowym implementacji dyrektywy 2024/2810, wykraczającym ponad jej minimalny standard podmiotowy i obejmującym również spółki publiczne. Skutkuje to rezygnacją z proponowanego w Projekcie MF art. 352 § 3 zd. 1 i 2, przy jednoczesnym wprowadzeniu do niektórych k.s.h. oraz ustawy o ofercie publicznej dodatkowych przepisów służących ochronie akcjonariuszy spółki publicznej uprawnionych z akcji, które nie dają przywilejów głosowych (por. niżej, pkt 5).

4. Ponadto, za niecelowe należy uznać ustawowe wyłączenia możliwości wprowadzenia akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu (art. 352 § 3 zd. 3 k.s.h. w Projekcie MF). Zakaz taki nie wynika z Dyrektywy, a jego przyjęcie należy pozostawić autonomicznej decyzji samej giełdy (GPW S.A.), podmiotom prowadzącym platformy zorganizowanego obrotu papierami wartościowymi oraz praktyce obrotu, ze szczególnym uwzględnieniem opinii i potrzeb wszystkich interesariuszy polskiego rynku kapitałowego. Wyłączenie możliwości wprowadzenia akcji wielogłosowych do obrotu zorganizowanego może ewentualnie zostać wprowadzone w szczególności do Regulaminu Giełdy lub Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu. Należy też zaznaczyć, że z technicznego punktu widzenia (w szczególności po zniesieniu podziału na akcje imienne i akcje na okaziciela oraz wymogu, aby akcje uprzywilejowane miały postać akcji imiennych) pozostaje całkowicie możliwe wprowadzenie akcji wielogłosowych do zorganizowanego obrotu poprzez nadanie im odrębnego kodu umożliwiającego ich odrębne notowanie od akcji innego rodzaju (np. akcji zwykłych). W związku ze skreśleniem całego art. 352 § 3 k.s.h. w Projekcie MF pozostają proponowane zmiany w art. 59a ust. 1 i ust. 2 ustawy o ofercie publicznej, zawartego w Projekcie MF (usunięcie odwołania się do akcji „innego rodzaju niż akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu”).
5. Potencjalne ryzyko, jakie wiąże się z dopuszczeniem korzystania z instrumentu akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu przez spółki już będące spółkami publicznymi (poprzez zmianę ich statutu) wynika z możliwości objęcia tych akcji przez tylko niektórych akcjonariuszy bądź inwestorów przystępujących do spółki (emisja „kierowana”), a następnie wykorzystania tego instrumentu do przegłosowania uchwał walnego zgromadzenia szkodzących interesom pozostałych akcjonariuszy. Ryzyka takich abuzywnych zachowań nie należy jednak przeceniać. Po pierwsze, już *de lege lata* występują instrumenty prawne zabezpieczające przed nimi. Zmiana statutu spółki zmierzająca do wprowadzenia akcji wielogłosowych tylko dla określonych inwestorów wymaga wyłączenia prawa poboru, na zasadach określonych w art. 433 § 2 k.s.h. (m.in. kwalifikowana większość 4/5 głosów, wskazanie interesu spółki, któremu służy uchwała). Ponadto w przypadku, gdy w spółce występują różne rodzaje akcji, znajdzie zastosowanie art. 419 § 1 k.s.h., przewidujący wymóg odrębnego głosowania w każdej grupie (rodzaju) akcji. Wprowadzenie akcji wielogłosowych będzie musiało respektować zasadę równego traktowania akcjonariuszy w takich samych okolicznościach (art. 20 k.s.h.). Wreszcie, uchwała o zmianie statutu wprowadzająca akcje wielogłosowe będzie podlegać zaskarżeniu (art. 422 § 1, art. 425 k.s.h.). Po drugie, proponuje się wprowadzenie w odniesieniu do spółki publicznej dodatkowych instrumentów, służących ochronie przed nadużyciami. Na etapie podejmowania wspomnianej uchwały instrumentem takim będzie proponowane kworum w wysokości połowy kapitału zakładowego (proj. art. 415 § 4¹ k.s.h.), przy czym statut będzie mógł ustanowić surowsze warunki powzięcia tej uchwały (proj. art. 415 § 5 k.s.h.). Ponadto, proponuje się wprowadzenie zasady „jedna akcja – jeden głos”, występującej już w k.s.h. (por. art. 385 § 9, art. 416 § 2), w głosowaniu na uchwałami, w przypadku których istnieje ryzyko wykorzystania przywilejów głosowych wbrew uzasadnionym interesom pozostałych akcjonariuszy, tj. w głosowaniu nad:

- uchwałą rozstrzygającą, czy koszt zwołania i odbycia zgromadzenia, zwołanego z inicjatywy akcjonariuszy mniejszościowych, ma ponieść spółka (proj. art. 400 § 4 zd. 3 k.s.h.),
 - uchwałą o powołaniu rewidenta do spraw szczególnych na wniosek akcjonariuszy mniejszościowych (proj. art. 84 ust. 4 zd. 1 ustawy o ofercie publicznej),
 - uchwałą w sprawie w sprawie wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym (delistingu), proj. art. 92 ust. 4 zd. 2 ustawy o ofercie.
6. Quasi-definicja akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu, zawarta w Projekcie MF (proj. art. 352 § 1 k.s.h.), jest zbędna, ponieważ w istocie nie ma żadnej treści normatywnej. Zarówno *de lege lata*, jak i *de lege ferenda* jest i będzie oczywiste, że „akcjami uprzywilejowanymi w zakresie prawa głosu” są akcje, na które przypada więcej niż jeden głos w głosowaniu na walnym zgromadzeniu. Nie ma więc potrzeby definiowania tego pojęcia w k.s.h. Nawet gdyby jednak uznać taką potrzebę, to właściwym miejscem do umieszczenia takiej definicji jest kodeksowy słowniczek zawarty w art. 4 § 1 k.s.h.
 7. Projekt MF proponuje wprowadzenie maksymalnego uprzywilejowania głosowego na poziomie 5 głosów na akcję, co oznacza powrót do regulacji przewidzianej w Kodeksie handlowym z 1934 r. (por. art. 358 zd. 3 k.h.). Należy jednak zaproponować podwyższenie tego ograniczenia do 10 głosów na akcję. Jak wykazują badania empiryczne, uprzywilejowanie głosowe mieszczące się w przedziale 5–10 głosów na akcję pozwala dotychczasowemu akcjonariuszowi dominującemu na istotne zmniejszenie swojego udziału w kapitale spółki, którą zamierza wprowadzić na zorganizowany rynek kapitałowy, przy zachowaniu bezpiecznej większości głosów pozwalającej mu efektywnie kontrolować spółkę. Nadal pozostaje on przy tym „dużym” inwestorem, ponoszącym realne ryzyko ekonomiczne. Najpełniej realizuje to też cel prawodawcy unijnego związany z konstrukcją akcji wielogłosowych, tj. finansowanie rozwoju spółki poprzez rynek kapitałowy, przy jednoczesnym utrzymaniu przez dotychczasowego dominującego akcjonariusza decydującego wpływu na walnym zgromadzeniu. Za wprowadzeniem limitu 10 głosów na akcję przemawiają argumenty prawnoporównawcze. W państwach europejskich takich jak Niemcy, Francja i Włochy dopuszczono emisję akcji wielogłosowych z relatywnie wysokim ograniczeniem (w Niemczech i Włoszech – 10 głosów na akcję, we Francji – 25 głosów na akcję).
 8. Projekt MF powtarza (art. 352 § 2 zd. 2w Projekcie MF) aktualne brzmienie art. 352 zd. 2 k.s.h. Przepis ten w zakresie, w jakim przewiduje wygaśnięcie uprzywilejowania w przypadku zamiany takiej akcji na akcję na okaziciela, zostanie uchylony przez ustawę z 9 stycznia 2026 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw. Z kolei art. 352 zd. 2 k.s.h. w zakresie, w jakim przewiduje swoistą sankcję wygaśnięcia uprzywilejowania w razie zbycia akcji wielogłosowych wbrew statutowym ograniczeniom, jest krytykowany w doktrynie jako niejasny (w szczególności w relacji do art. 337 k.s.h. i wynikającej z niego bezskuteczności wobec spółki zbycia akcji wbrew statutowemu ograniczeniu) i nieznajdujący uzasadnienia z perspektyw polityki prawa (zob. A. Opalski, w: KSH. Komentarz, t.

IIIA, 2016, art. 352 nb. 6, s. 959-960). Trafnie postuluje się *de lege ferenda* likwidację sankcji wynikającej z art. 352 zd. 2 i pozostawienie samym autorom statutu uregulowania w nim dalszych sankcji odnoszących się do każdego przypadku wadliwego rozporządzenia (a nie tylko „zbycia”) akcjami uprzywilejowanymi (A. Opalski, j.w., s. 960). Dlatego niniejszym proponuje się skreślenie zdania drugiego w art. 352 k.s.h.

9. Przepis art. 352 § 5 k.s.h. w brzmieniu proponowanym w Projekcie MF stanowi *superfluum*. Jest oczywiste, że emisja akcji uprzywilejowanych co do głosu będzie zawsze wymagać uchwały walnego zgromadzenia w sprawie zmiany statutu spółki, wymagającej kwalifikowanej większości trzech czwartych głosów (art. 415 § 1 k.s.h.). Emisja takich akcji w innym trybie, w szczególności przez zarząd w ramach kapitału docelowego, nie jest i nie będzie możliwa (por. art. 444 § 6 k.s.h.). Niejasne i również zbędne jest proponowany w Projekcie MF art. 352 § 4 zd. 2 k.s.h. *in fine* („Uchwała dotycząca emisji akcji uprzywilejowanych (...) podlega oddzielnemu głosowaniu od głosowań w innych grupach (rodzajach) akcji.”). W przypadku, gdy w spółce występują różne rodzaje akcji, do emisji akcji uprzywilejowanych znajdzie zastosowanie art. 419 k.s.h. Zgodnie z art. 419 § 1 zd. 1, „[J]eżeli w spółce istnieją akcje o różnych uprawnieniach, uchwały o zmianie statutu, (...) **mogące naruszyć prawa akcjonariuszy danego rodzaju akcji**, powinny być powzięte w drodze oddzielnego głosowania w każdej grupie (rodzaju) akcji.” Przepisy art. 419 k.s.h. odpowiadają art. 3 ust. 1 ak. 3 dyrektywy 2024/2810, zgodnie z którym: „Na potrzeby akapitu pierwszego, jeżeli istnieje kilka rodzajów akcji, decyzja o przyjęciu struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu podlega również odrębnemu głosowaniu w ramach każdego rodzaju akcji, **na prawa z których ma ona wpływ.**” Artykuł 352 § 4 zd. 2 k.s.h. *in fine* w Projekcie MF stanowi nie tylko zbędną, ale również nieprawidłową implementację powołanego przepisu ww. dyrektywy, ponieważ uniezależnia obowiązek głosowania grupowego od wpływu, jaki emisja akcji wielogłosowych może mieć na pozostałe rodzaje akcji. Przykładowo, jeżeli w spółce wyemitowano wcześniej akcje uprzywilejowane co do dywidendy, obowiązek głosowania w oddzielnych grupach nad emisją akcji wielogłosowych nie powstanie w świetle zarówno art. 419 k.s.h., jak i art. 3 ust. 1 ak. 3 dyrektywy 2024/2810, ponieważ akcje wielogłosowe nie będą naruszać uprawnień wynikających z akcji uprzywilejowanych co do dywidendy.
10. Proponowany w Projekcie MF art. 352 § 5 k.s.h. ma służyć implementacji art. 3 ust. 1 ak. 1 zd. ostatnie dyrektywy 2024/2810, zgodnie z którym: „**Państwa członkowskie nie mogą uzależniać** przyjęcia struktury akcji obejmującej akcje uprzywilejowane co do głosu od przyznania większych praw majątkowych akcjom, które nie są uprzywilejowane co do głosu.” Brzmienie tego przepisu wskazuje jednak jednoznacznie, że jest on adresowany do **państw członkowskich** (ustawodawców krajowych), które nie mogą wprowadzić **generalnej normy** uzależniającej emisję akcji wielogłosowych od swoistej „rekompensaty” (w postaci zwiększonych praw majątkowych, np. przywileju dywidendowego) jaką mieliby otrzymać akcjonariusze uprawnienie z akcji nieuprzywilejowanych co do głosu. Dyrektywa nie zabrania natomiast, aby *in casu*, na mocy decyzji samej spółki i jej akcjonariuszy, emisja akcji wielogłosowych w konkretnej spółce była połączona z przyznaniem pozostałym

akcjonariuszom takiej „rekompensaty”, co może wynikać np. z umowy inwestycyjnej zawartej między (potencjalnymi) akcjonariuszami przed taką emisją. Brzmienie proponowanego w Projekcie MF art. 352 § 5 k.s.h. („Emisja akcji uprzywilejowanych w zakresie prawa głosu nie może być uzależniona od przyznania większych praw majątkowych akcjom, które nie są uprzywilejowane w zakresie prawa głosu.”) wskazuje natomiast, że przepis ten w sposób generalny zakazuje takich operacji. Proponowane unormowanie wprowadza więc dalej idący (surowszy) wymóg, niż stanowi to wspomniany przepis ww. dyrektywy. Będzie to stanowić przykład „nadmiarowej implementacji” (*goldplating*), która w praktyce ograniczać będzie w sposób nieuzasadniony prywatnoprawną autonomię uczestników obrotu (akcjonariuszy, inwestorów). Dlatego też należy postulować jego skreślenie z projektu. W istocie implementacja art. 3 ust. 1 ak. 1 zd. ostatnie dyrektywy 2024/2810 do prawa polskiego **nie wymaga wprowadzania jakiegokolwiek przepisu do k.s.h.** To unormowanie dyrektywy ma dwojakie znaczenie:

- 1) zakazuje państwom członkowskim wprowadzenie generalnej normy uzależniającej emisję akcji wielogłosowych od „rekompensaty” dla pozostałych akcjonariuszy (czego ustawodawca polski nie zamierza czynić),
- 2) nakazującej usunięcie z prawa krajowego już istniejącej takiej normy (prawo polskie jej nie przewiduje).

11. Przyjęcie szerokiego podmiotowego zakresu implementacji dyrektywy i skreślenie proj. art. 352 § 3 k.s.h., a także skreślenie, z podanych wyżej powodów, proj. art. 352 § 4 i 5 w Projekcie MF, czyni również zbędnym cały art. 352 § 6 k.s.h. w Projekcie MF.
12. Proponuje się niniejszym nowelizację art. 174 k.s.h. oraz art. 354 k.s.h., która wpisuje się w postulat deregulacji prawa spółek oraz zwiększenia zakresu autonomii woli założycieli i wspólników. Pierwsza z tych zmian polega na uchyleniu art. 174 § 4 zd. 1, który przewiduje arbitralne organicznie przywilejów głosów do 3 głosów na udział w spółce z o.o.. Zmiana ta realizuje postulat systemowej spójności zamkniętych spółek kapitałowych, tj. spółki z o.o. i PSA, które powinny cechować się szerokim zakresem swobody kształtowania treści umowy spółki w odniesieniu do relacji wewnątrz korporacyjnych. Za aktualnym ograniczeniem tej swobody w odniesieniu do wysokości uprzywilejowania głosowego nie przemawiają żadne istotne względy aksjologiczne. Na etapie zawierania umowy spółki z o.o. wspólnicy, którzy godzą się na określone uprzywilejowanie głosowe innych wspólników, działają w ramach swojej autonomii woli, zgodnie z zasadą *volenti non fit iniuria*.
13. Z kolei uchylenie art. 354 § 3 k.s.h. jest uzasadnione ze względu na dysfunkcjonalność tego przepisu w praktyce. W doktrynie trafnie wskazuje się, że w istocie ograniczenia przyjęte dla przywilejów związanych z akcjami nie dają się stosować do uprawnień przyznanych osobiście, w szczególności jako uprawnienia do powołania (nominowania) określonej liczby członków rady nadzorczej lub zarządu poza walnym zgromadzeniem. Granicę dla osobistych uprawnień przyznanych indywidualnie oznaczonym akcjonariuszom powinny wyznaczać klauzule generalne natury spółki akcyjnej i dobrych obyczajów (art. 304 § 4 k.s.h.), które wykluczają rażące naruszenie

zasady proporcjonalności zaangażowania kapitałowego i uprawnień korporacyjnych oraz zasady rządów większości (np. w wyniku przyznania akcjonariuszowi mniejszościowemu prawa do nominowania większości członków rady nadzorczej lub walnego zgromadzenia). O ile granica ta nie zostanie naruszona, akcjonariuszom powinna przysługiwać autonomia statutowa w zakresie przyznawania i kształtowania treści uprawnień osobistych akcjonariuszy. Zmiana ta realizuje postulat deregulacji prawa spółek.